

金融自由化をめぐる諸問題 (1)

—金融自由化の背景—

丹 羽 昇

1. は じ め に

先進資本主義諸国において、金融に関する諸規制の撤廃ないし緩和が著しい速度で進行している。特に、アメリカでは1980年3月に「1980年預金金融機関規制緩和・通貨管理法」(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980)が成立し、この法律により、預金金利規制の段階的廃止、貯蓄金融機関の業務範囲の拡大、支払準備率の適用対象の拡大等の措置が決定された。⁽¹⁾さらに、1982年10月に「1982年ガン＝セントジャーメイン預金

(1) 1980年の金融制度改革に関する法律の主内容は次の6点に要約される。

① 預金金利上限規制の段階的撤廃——預金金利上限規制を1983年4月以降6年間で段階的に廃止し、最終的には預金金利の完全自由化を図る。

② 支払準備制度および連邦準備銀行貸出の対象拡大——これまで連邦準備制度加盟銀行だけを対象としていた支払準備制度を、加盟・非加盟を問わずすべての預金取扱金融機関に適用することとし、併せて非加盟金融機関にも連銀貸出の利用を認める。

③ NOW 勘定 (Negotiable Order of Withdrawal) 等利付小切手勘定の取扱い認可——これまで一部の州でのみ認められていた NOW 勘定の取扱いをすべての預金取扱金融機関として認めるとともに、1979年4月に連邦控訴裁判所で違法判決が出された NOW 勘定と同趣旨の、商業銀行、相互貯蓄銀行の自動振替サービス勘定 (Automatic Transfer Service, 略称 (ATS)、信用組合のシェア・ドラフト、貯蓄貸付組合の遠隔サービス施設 (Remote Service Unit, 略称 RSU) を合法化する。

④ 貯蓄金融機関の業務範囲拡大——住宅抵当貸付およびその関連業務に限定されていた貯蓄貸付組合の業務範囲を拡大し、クレジット・カード業務、信託業務の取扱

金融機関法」(Garn-st. Germain Depository Institutions Act of 1982)が成立し、証券会社の短期金融資産投資信託(Money Market Mutual Fund, 略称 MMMF)に対抗しうる金融商品として短期金融市場預金勘定(Money Market Deposit Account, 略称 MMDA)を銀行が設定できることになった。⁽⁸⁾

これらの法律的措置は、これまでの金利に関する諸々の規制を撤廃し、また業態の異なる金融機関の業務分野に関する規制を大幅に緩和することにより、

いを認可するとともに、総資産の20%を限度に、消費者ローン、CP、社債等への資産運用を認可する。また、相互貯蓄銀行に対し、総資産の5%を限度に商工業等向け貸出を認めるとともに、貸出先からの要求払預金の受入れを認める。

⑤ その他——④預金保険限度額を従来の預金者1人当たり4万ドルから10万ドルに引き上げる。⑥信用組合の貸出金利上限の引き上げ。⑦州法による貸付金利上限規制(Usury Law)の適用停止。

- (2) 「1982年ガーン＝セントジャーメイン預金金融機関法」は経営の悪化に悩む貯蓄金融機関の救済を主たる目的とするものである。「1980年金融制度改革法」によって預金金利規制の段階的廃止が決まり、貯蓄金融機関の業務範囲も拡大した。しかし、歴史的な高金利状態がその後も続き、預金金融機関は証券会社の MMMF の急増に悩まされ、特に貯蓄金融機関は、過去の資金運用が低利の住宅抵当貸付が多いため、経営悪化に陥いるものが多かった。この状況を改善するために、「1982年預金金融機関法」が成立したわけである。この規定内容はきわめて広範にわたるが、その主要な論点を4つだけ挙げておこう。

① 預金保険機関の権限強化——経営危機に陥った預金金融機関を救済するために、連邦預金保険機関の権限を強化し、貸付を行ったり、資産の買い上げや負債の引き継ぎを行う権限を連邦預金保険機関に付与する。

② 自己資本証書の発行認可——過去における低利の住宅抵当貸付により経営困難に陥っている住宅金融機関に、自己資本証書を発行させ、それを連邦預金保険機関が買い入れることによって、それらの金融機関の自己資本を増強させる。

③ 貯蓄金融機関の業務拡大——貯蓄金融機関の業務範囲を更に拡大し、商業銀行との同質化を促進する。

④ 短期金融市場預金勘定(MMDA)の創設——証券会社の MMMF に対抗する新金融商品として、全預金金融機関に対し、自由金利預金で、決済勘定の性格(毎月自動振替と小切手の振出しをそれぞれ3回以内認める。)を有する MMDA の創設を認める。

金融機関相互の競争を激化させ、金融市場の効率化をはかるとともに金融政策の有効性を高めようとするものであった。

こうした金融の自由化の波は、アメリカのみならず、わが国においても着実に進行しつつある。特に、第1次オイル・ショック以降、わが国の金融は、低成長への移行に伴う経済構造の変化、経済全般にわたる国際化の進展等の下で、構造的変化をとげつつある。その中でも、マネー・フローの変化に伴う国債の大量発行と国際資金移動の活発化等は、企業・家計における金利選好の高まりや資金調達・運用の多様化、さらには技術革新を通ずる金融のコンピューター化の進展等とあいまって、わが国の金融自由化を促す要因となっている。

このような環境の変化の中で、公社債発行市場における発行条件の弾力化、発行形態の多様化が図られ、またCD等の自由金利商品の拡大により金利の自由化が進むとともに、金融業務が多様化し金融機関の業際間の垣根も次第に低くなるなど、わが国の金融自由化は着実に進展している。

そこで、金融の自由化に伴って生じてくるであろう諸問題を、次にあげるような項目に従って、数回にわたり考察してみたい。

1. 金融自由化の背景（本号）
2. 預金金利の自由化と金融政策の有効性
3. 金融機関の業務分野規制の撤廃とその効果
4. 金融の国際化をめぐる問題
5. 金融革新と金融政策運営
6. 金融の自由化と信用秩序維持

2. 金融自由化の意味

金融の自由化とは一国の金融システムを構成している諸々の規制を撤廃ないし緩和することを意味するものと定義できよう。ただ、一国の金融システムは各国それぞれの社会経済的、歴史的な背景をもち、国によってその特徴は大きく相違している。従って、昨今、金融の自由化が一国経済の重要な課題となっ

ているという場合、その意味するところは、国によって異なっていると考えるのが妥当であろう。

ところで、日本の金融システムの基本的枠組みを構成している主要な規制は次の3つと考えられる。

- ① 金利規制、特に預金金利の上限規制
- ② 金融機関の業務分野に関する規制（銀行と証券の分離、長短金融の分離、信託の分離等）
- ③ 内外金融市場の遮断規制（金融の非国際化）

これはわが国の金利規制と業務分野規制を有効ならしめるために、国内金融市場と海外の金融市場を分断し、海外からの影響から国内を隔離することが必要であった。このため厳格な為替管理政策や外資規制が行なわれた。

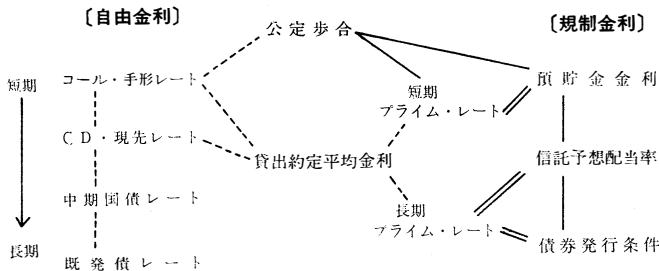
日本における金融自由化の対象となっている主たる規制は、以上の3つの規制に関連している。そこで、次にこれらの基本的な規制が登場した歴史的背景について考察してみよう。

まず第一の金利規制とは、各種預金金利、債券の発行金利、合同運用の金銭信託・貸付信託の予想配当利回り、および標準貸出金利が第二次大戦後、特に高度成長期（昭和30年から48年あたりまで）において、規制ないしは強い行政指導下であり、これらの諸金利は一括して「規制金利」と呼ばれていた事実をさしている。預金金利の上限規制は、大正時代から昭和2年（1927年）にかけての数回にわたる金融恐慌の経験にもとづいている。当時、預金金利の上限規制はなく、資金獲得のためにより高い預金金利を提示する形での競争が一般的に行なわれていた。こうした預金金利競争は必然的に資金コストの上昇を招くとともに貸出金利も上昇することになる。高金利の下で限界的な貸出が増加するにつれ、債務不履行の危険は増加し、銀行の資産内容が悪化すると、これに端を発して預金の取り付けが起る形で銀行の経営破綻（倒産）が生ずることとなった。このような金融恐慌の状況の下で登場したのが、預金金利競争の規制措置、すなわち預金金利の上限規制であった。しかし、その上限がかなり低い

水準に設定されたため、預金金利は事実上、その線にはりついてしまい、預金金利競争は生じなくなった。この結果、銀行経営は安定し、銀行倒産は大幅に減少するとともに、金融システム全体の信用恐慌に及ぶ事例はそれ以後なくなっている。銀行経営を安定化し、一国の信用秩序の維持をはかるために、現在に至るまで、預金金利の上限規制が行なわれてきたといえよう。

第二次大戦後、わが国の主要な諸金利は臨時金利調整法（昭和22年）により規制され、経済成長の促進を意図した人為的低金利政策が実施された。特に、高度成長期（昭和30年～48年）における金融システムの政策的基盤は、人為的低金利政策にそった規制金利体系と、それにもとづく「護送船団方式」の銀行行政であった。現在では、次節で述べるさまざまな面からの金利自由化の要請により、短期金融市场を中心に資金の需給関係を反映した自由金利商品が増大してきているものの、依然として金利体系は規制金利と自由金利の二重構造の形をとっており、いわゆる「四畳半金利体系」が続いている。⁽³⁾

(3) 現行の金利体系は次の図の如くなっている。



(注) 日本銀行調査局「わが国の金融」昭和53年より作成

……は金利裁定関係

——は金利連動関係

====は利鞘確保のための基本的関係

図の左側が各種金融市场の資金需給を反映して決まる自由金利体系で右側が規制金利体系である。いずれも満期構造により上から下へ短期ものから長期ものへと並べてある。この2つの金利体系の中間に、公定歩合と市中銀行の貸出約定平均金利が位置している。公定歩合はインター・バンク市場の金利（コール・手形レート）にすみや

このように、戦前の金融恐慌時に、金融システムの安定化のために登場した金利規制は戦後、高度成長達成のための人為的低金利政策へとその目的が変化しつつ、今日までわが国の金融システムの大きな特徴を形成してきたといえよう。⁽⁴⁾

次に、第2の金融機関の業務分野規制についてみてみよう。この問題は銀行間の業務問題（長短金融分離、信託業務分離等）と異業種間の業務問題（銀行の証券業務、証券会社の銀行類似業務等）の2つに分けられる。

④ 長短金融の分離——この原則は、普通銀行は商業金融（短期金融）を主とすべきもので、工業金融（長期金融）はそれを専門とする銀行にまかせるべきであるという考え方で、明治以来とられてきた政府の方針である。戦前には特殊銀行が長期金融、一般の銀行が短期金融という形で業務分野を分担するものとされていた。（実際には商業銀行は長期金融の分野に当初から参入しており、あまり守られなかった。）戦後再び長短金融分離の原則により、長期信用銀行の制度が設けられ、長期信用銀行と信託銀行が長期金融、その他の銀行は短期金融業務を行うものと規定された。この原則の根拠は資金運用と資金調達の期間対応（maturity matching）に求められる。すなわち、資金運用と資金調達の期間対応が著しく相違すると、流動性リスクや金利リスクが生じ、銀行経営の悪化を招くということである。より具体的にいえば、資金調達面では一般

かに波及し、更に金利裁定関係を通じて自由金利全般に波及する。また公定歩合は預金金利や短期プライム・レートと密接な連動関係にある。他方、市中銀行の貸出金利については、短期プライム・レートが預貯金金利と長期プライム・レートが信託の予想配当利回りや金融債の発行条件と一定の利鞘を保証する形での機械的連動関係にある。ただし、一般の貸出金利はこれらのプライム・レートを下限として決められるので、CDや現先レート等の短期自由金利と若干の連動関係が認められる。（黒田蔵「わが国における貸出金利の決定について」日本銀行金融研究局『金融研究資料』第2号参照）

(4) 人為的低金利政策がわが国の高度成長に大きな役割を果たしてきたとする一般的見解に対し、その役割を疑問視する見解も一部に存在している。

の銀行は期間最長2年までの定期預金しか認められていないの⁽⁵⁾に対し、長期信用銀行や信託銀行は5年ものの金融債や貸付信託を発行することができる。従って、これら長期の資金調達を行いうる金融機関が長期の貸出を担当するのが妥当であるとされた。他方、比較的短期の資金調達しか行えない一般の銀行が長期の貸出を行うと、いわゆる「短期借り・長期貸し」の状態に陥り、預金の払戻しが一時的に増加した場合に資産を即座に流動化できないという流動性リスクが発生する恐れがある。また、金融引締りなどに短期金利が長期金利よりも高くなるような場合、逆相現象が起こり金利リスクも発生する。これらのリスクの発生を防ぎ銀行経営の健全性を維持するためには、「短期借り・長期貸し」が生じないような原則、すなわち、長短金融の分離を確立すればよいとされた。

㊥ 信託業務の分離——信託業務は貸付信託業務をはじめ年金信託業務、不動産業務等の財産管理業務といった専門の知識を有する分野であるため、専門の金融機関に任せるべきであるとする考え方にもとづいて、信託銀行が別個に設けられている。

㊦ 証券業務の分離——㊤と㊥は銀行間における業務分野の規制であるのに対し、証券業務の分離は銀行と証券会社といった異業種間の業務分野規制である。戦前においては、銀行は証券のディーリングやアンダーライティングを行うことができた。しかし、昭和初期の金融恐慌に際し、証券価格の暴落が証券投機に過度に関与していた銀行の倒産につながったこともあり、次第に規制され、戦後アメリカのグラス・スティーガル法（1933年）の考え方を取り入れ、証券取引法第65条によって、銀行・証券の分離が行なわれた。⁽⁶⁾

(5) 期日指定3年定期は二年ものの変形であり、三年もの商品ではない。

(6) グラス・スティーガル法（1933年銀行法）は、1929年の大恐慌に続く金融恐慌の際に、証券価格の大暴落が証券投機に過度に関与していた銀行の倒産につながったことにかんがみ、商業銀行の証券業務を厳しく制限し、事実上、銀行業務と証券業務の分離を行った。同法により銀行は、ブローカー業務、連邦政府債・一般財源担保地方債の引受け・ディーラー業務、特定の投資証券の購入等のごく一部を除き証券業務を行うことを禁止され、また証券子会社の保有を禁止された。

第3の規制は、厳しい為替管理を中心とする国際資金移動の規制である。これにより、国内金融市場は海外からの影響をかなり遮断でき、人為的低金利政策が海外からその効果を阻害されることが少なく遂行できたわけである。こうした規制を行なわざるを得なかったのは、戦後の復興期から高度成長期の中頃まで経常収支は基調的に赤字で、しかも外貨準備がかなり低水準にはあったため、および国内の金融システムが脆弱であったため、海外からの影響をこの規制により遮断せざるを得ないという歴史的要請があったのである。

以上3つの金融システムに関する規制は、高度成長期（昭和30年～48年）において有効に働いたと考えられる。しかし、48年の秋に起った第1次オイル・ショック、変動相場制への移行、国債の大量発行といった金融経済環境の変化はこれらの規制の存続に疑問を投げかけることになった。

そこで、次の第3節でまず、これら3つの規制が高度成長期の金融システムをどのように特徴づけたかを考察し、第4節でこれらの規制の撤廃ないし緩和要請、すなわち金融自由化の背景について考察しよう。

3. 高度成長期の金融システムの特徴

前述の3つの規制、金利規制（人為的低金利政策）、業務分野規制、および金融の非国際化は昭和30年から第1次オイル・ショックが起る48年までの高度成長期において、年率平均10%を上回る高い経済成長率を金融面から支えたという意味でこの時期には、これらの規制が極めて有効に働いたということができよう。その結果、日本の金融システムには次のような4つの特色が発生した。⁽⁷⁾

- ① 間接金融の圧倒的優位
- ② 法人企業部門の大幅な資金不足と高い借入依存度（「オーバー・ボロウイング」）

(7) 高度成長期の金融構造の特色については、鈴木淑夫「現代日本金融論」、昭和48年、東洋経済新報社を参照。

③ 都市銀行のオーバー・ローン

④ 資金偏在

まず、第1の間接金融の優位とは、貯蓄超過部門（資金余剰部門）から投資超過部門（資金不足部門）へ資金が流れる際、金融仲介機関を経由する間接金融の比重が約9割（公的金融仲介を除く民間金融仲介は7～8割）と圧倒的に高く、証券市場を経由する直接金融の比重は、1970年と71年（増資ブームと対日証券投資の急増）を除くと全般に10%を大きく割り込んでいる状態を指す。（第1表）この間接金融の直接金融に対する圧倒的優位が高度成長期の金融システムの大きな特色の一つである。この特色を生んだ背景として、まず第一に

第1表 資金循環経路

(単位：%)

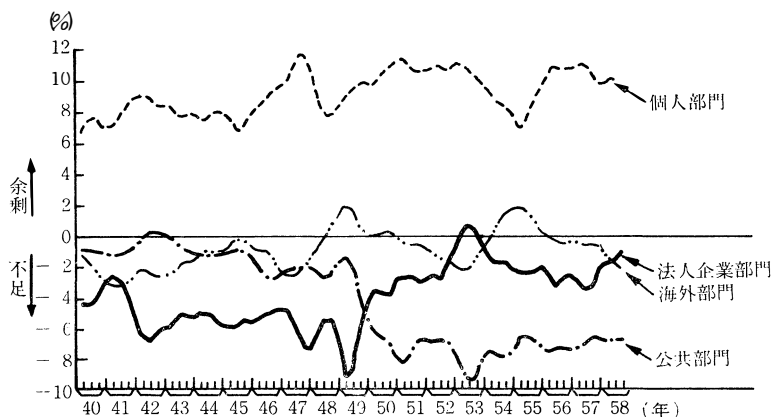
昭和	民間金融仲介	うち 預行 金銀	信託 部 保 会 社	公的金融 融仲介	証券 市場	うち国内資金			海外 資金	合 計
						債券	株式	投資 信託		
40年中	78.6	63.2	11.3	15.5	5.9	3.5	5.1	△3.0	0.3	100.0
41	78.4	69.6	10.0	19.3	2.3	2.6	2.2	△1.7	△0.8	100.0
42	77.4	66.1	12.0	16.2	6.4	3.1	1.0	△1.1	3.4	100.0
43	72.5	58.3	13.0	18.4	9.1	2.5	2.7	0.2	3.7	100.0
44	73.3	60.3	11.7	16.9	9.8	2.3	2.9	1.1	3.5	100.0
45	71.0	60.3	12.8	16.7	12.3	3.0	4.8	0.6	3.9	100.0
46	70.2	57.8	11.7	16.2	13.6	3.4	2.8	1.0	6.4	100.0
47	77.5	66.2	10.5	16.1	6.4	1.3	2.0	1.4	1.7	100.0
48	74.6	64.1	10.9	18.6	6.8	3.1	3.6	0.6	△0.5	100.0
49	69.0	58.0	10.7	21.1	9.9	1.7	2.3	0.3	5.6	100.0
50	69.8	58.8	10.4	23.3	6.9	3.5	2.0	1.6	△0.2	100.0
51	67.4	56.0	10.2	23.7	8.9	3.9	1.8	1.0	2.2	100.0
52	65.0	49.6	9.5	29.2	10.3	6.6	2.4	0.9	0.4	100.0
53	62.4	54.2	6.7	25.4	12.2	6.4	1.4	0.7	3.7	100.0
54	59.3	48.0	9.6	28.6	12.1	6.3	2.2	0.4	3.2	100.0
55	54.9	41.9	11.6	31.2	13.9	7.6	1.6	△0.6	5.3	100.0
56	61.4	49.8	9.9	25.5	13.1	7.3	2.4	1.9	1.5	100.0
57	56.1	42.4	12.7	29.2	14.7	5.5	2.9	3.0	3.3	100.0
58	54.5	41.6	10.0	26.6	18.9	8.5	1.2	5.8	3.4	100.0

(資料) 日本銀行「資金循環応用表」

民間金融機関の競争を事実上制限している3つの規制が民間金融機関の収益を安定せしめ、これを基礎に民間金融機関が資金吸収と融資活動を強化することができたことと、第二に、次の3つの理由から直接金融の比重に大きな影響を与える公社債市場が未発達であったことである。その3つの理由とは、①この時期いまだ財政赤字が小さかったため、ロットが大きく信用度も高い公共債の発行量が少なかったこと、②人為的低金利政策により、債券の発行金利が均衡金利よりも低い水準に規制されていたため、満期前の売却は資本損失を蒙ることが多く、流通市場が発達しなかったこと、③間接金融優位の下で、公共債はシンジケート団を構成する金融機関によって引受けられ、社債は発行企業の主要取引銀行によって消化されることが多かったため、債券は真の市場性を持つに至らなかったことが挙げられる。

第2の法人企業部門の「オーバー・ボロウイング」とは、法人企業の資金調達において、銀行借入への依存度が著しく高い状態を指す。第1図からわかるように、民間設備投資主導型の高度成長が続いた昭和48年頃までは法人企業部

第1図 部門別資金過不足の対 GNP 比率



- (備考) 1. 日本銀行「資金循環勘定」により作成
 2. 公共部門は、特別会計を含む、中央政府、地方財政、公社公団
 3. データは季調済3期加重移動平均ウェイト1:2:1

門の資金不足額対G N P比率は、6～10%と他の部門に比べ圧倒的に高く、大幅な投資超過（資金不足）状態にあった。しかも法人企業部門の資金調達に占める外部資金依存度は5～6割と高く、自己金融比率は低かった。更に、間接金融の優位の下で、外部資金は大半が銀行借入れの形をとった。（第2表）

第3の都市銀行の「オーバー・ローン」とは銀行、特に都市銀行が恒常的に与信超過の状態にあり、その不足額を主として日本銀行からの借入れに恒常的に依存している状態を指す。「オーバー・ローン」の状態を示す指標の推移を示

第2表 オーバー・ボロウイングの推移

（単位 %，対売上高比率，（ ）内は構成比）

	43～47年 平均	48～52年 平均	53～55年 平均
資金調達	11.4 (100.0)	7.5 (100.0)	5.4 (100.0)
うち内部資金	5.1 (44.7)	3.4 (45.3)	3.8 (70.4)
外部資金	6.3 (55.3)	4.1 (54.7)	1.6 (29.6)
うち借入	5.7 (50.0)	3.4 (45.3)	1.2 (22.2)

（資料）日本銀行『主要企業短期経済観測』

第3表 都市銀行のオーバー・ローン関連指標

（単位：%）

	正味準備金 比	預 貸 率	預 貸 証 率	外 部 負 債 率	日銀借入金 率
昭和35年末	△14.4	97.8	116.7	14.4	7.7
40	△19.6	99.2	120.6	18.6	8.5
45	△17.1	98.6	116.5	17.6	7.9
50	△12.5	98.3	116.3	14.1	2.6
55	△ 6.9	89.8	110.8	10.2	1.9

資料：日本銀行『経済統計年報』より作成。

注：① 正味準備金比率＝正味準備金/（実質預金＋C D＋債券発行高）

預貸率＝貸出金/（実質預金＋C D＋債券発行高）

預貸証率＝（貸出金＋有価証券保有高）/（実質預金＋C D＋債券発行高）

外部負債比率＝（借入金＋短資市場純借入）/（実質預金＋C D＋債券発行高
＋借入金＋短資市場純借入）

日銀借入金比率＝日銀借入金/（実質預金＋債券発行高＋C D＋借入金＋短資市場純借入）

② 正味準備金＝現金＋預け金－借入金－短資市場純借入

実質預金＝預金－小切手・手形

短資市場純借入＝コール・マネーコール・ローン＋売渡手形－買入手形

したのが第3表である。高度成長期においてはどの関連指標も高い値を示している。⁽⁸⁾この「オーバー・ローン」の基本的背景には、民間設備投資主導型の高度成長による旺盛な資金需要と、人為的低金利政策の下、低い公定歩合での日銀貸出による通貨供給方式をとらざるを得なかったこと、更には金融の非国際化により、銀行段階での国際的短資流入のルートが断たれていたため、海外からの資金取入れによる日銀借入の返済、つまり「オーバー・ローン」の解消はできなかったこと等が挙げられる。

第4の資金偏在とは、民間銀行部門の内部において、恒常的に与信超過の状態にある都市銀行と通常、受信超過になっている都銀以外の金融機関（地方銀行、相互銀行、信用金庫等）に分けることができ、両グループの間に前者を借手、後者を貸手とする一方通行のインター・バンク市場（コール市場、手形売買市場）が定着していることを指す。この資金偏在の背景には、高度成長過程で資金需要が都市銀行に集中したこと、また都市銀行は人為的低金利政策の下で、コール・レートよりも低い公定歩合で日銀信用を供与されたという事実があった。こうした条件の下では、都市銀行は与信超過の方が採算がよく、その他銀行は受信超過の方が採算がよかったので、コール市場において前者は恒常的取り手、後者は恒常的出し手となったわけである。

このように、高度成長期における金融システムの特徴は第2節で示した3つの金融規制と不可分に結びついている。

4. 金融自由化の背景

高度成長期に重要な役割を果たしてきた日本の金融システムをめぐる3つの基

(8) 昭和37年日本銀行は「オーバー・ローン」を是正するため、それまでの日銀貸出による現金通貨供給方式を改めて、今後は債券売買を活発に行うことによって現金通貨を供給していく一方、日銀借入依存度の高い都市銀行について、日銀貸出の限度額を設け、これを超える貸出は原則として認めないこととする、新金融調節方式を採用した。新方式採用後、都市銀行の日銀借入比率は低下し、日銀借入に過度に依存する姿は是正された。（第3表）

本的規制は、昭和48年の変動相場制への移行と、同年の第1次オイル・ショックをきっかけとする経済・金融環境の大幅な変化の中で、いまや自由化の波に洗われている。本節では、金融の自由化が進展してきたその背景を考察してみよう。

民間設備投資主導型の高度成長は、昭和40年代の後半に起った2つの歴史的契機により終止符が打たれ、それ以後低成長経済への移行を余儀なくさせられた。2つの歴史的契機とは、先進主要国の変動相場制への移行と第1次オイル・ショックである。

① 変動相場制への移行

昭和48年2～3月にかけて主要国は変動相場制に移行し、それまでの、金ドル本位制と調整可能釘付相場制度を柱とするIMF体制は崩壊した⁽⁹⁾。変動相場制の下では、直物為替市場において日々発生する外貨需給のアンバランスは、先物為替市場との間の金利裁定を目的とするスワップ取引によって埋められる。つまり、変動相場制の下では、国際収支尻の変化は金利裁定取引の量の変化に吸収されるし、海外金利の変動は直先スプレッドの変化に吸収されることになるのが普通である⁽¹⁰⁾。このように、変動相場制がスムーズに機能していくた

(9) IMF体制自体は、第2次大戦後のアメリカの圧倒的な経済的優位に支えられた国際通貨制度であり、従って、その崩壊は日本と西独の経済的台頭による国際経済の多極化現象と表裏一体の関係にある。このことは日本経済そのものが、これまでの非国際化を持続しえなくなることを意味し、貿易等の国際取引全般の規制を緩和するとともに、「円」の国際化、およびその運用市場である日本の金融システム全体を海外に押し開かれたものとするのが強く求められることになった。

(10) 短期における為替市場の需給と相場決定のメカニズムをツィアン・ゾーメン型モデルで説明しよう。（小宮隆太郎・須田美弥子「管理フロート下の短資移動」東大『経済学論集』1980年4月を参照）

図の右側は先物市場における投機的取引における超過供給曲線 (Q_0Q_0)、左側は直物市場における非投機的取引の超過供給曲線 (S_0S_0) である。いま内外金利差を d_0 とし、取引コストを無視すると、直物相場 A_0 と先物相場 C_0 の直先スプレッドが d_0 に等しく、しかも相場 A_0 における直物の需要超過 A_0B_0 と相場 C_0 における先物

めには、金利裁定による短資の移動は不可欠であり、その場としての自由な短期金融市場が存在しなくてはならない。変動相場制への移行は、必然的に金利の自由化と金融の国際化を要請するのであり、これまでの諸規制は当然見直されざるをえないことになるのである。

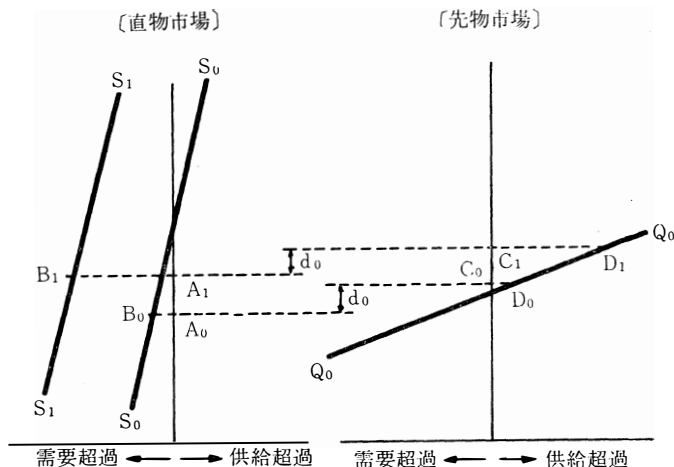
② 第1次オイル・ショックによる低成長経済への移行

第1次オイル・ショック以降、日本の実質経済成長率は高度成長期（昭和30年～48年）の平均10%から3～5%台に大幅に低下した。低成長は金融面において、マネー・フロー構造に大きな変化をもたらした。第1図の経済各部門の資金過不足の推移をみると、高度成長期には、法人企業部門の設備投資意欲が

の供給超過 C_0D_0 が等しいところで短期均衡が成立しており、この大きさがスワップ取引の規模ということになる。

先物市場の超過供給曲線 (Q_0Q_0) は人々の期待が変化しないとすると動かないのに対し、直物市場の曲線 (S_0S_0) は経常取引や資本取引により日々変動する。いま、 S_0S_0 が S_1S_1 にシフトしたとすると、その結果直物相場は A_1 に、先物相場は C_1 に変化し、直先スプレッドは引続き d_1 のままである。直物、先物の相場の変動は SS 曲線が垂直に近いほど、 QQ 曲線が水平に近いほど小さくなる。

つまり、変動相場制の下では、人々の期待が安定しており、投機的需要の価格弾力性が大きく、非投機的需要の価格弾力性が小さければ、為替の需給がいかに大きく変化しても為替相場の変動は小さいことになる。



極めて旺盛であったため、大幅な投資超過（資金不足）となっており、企業の「オーバー・ボロウィング」をもたらしていた。これに対し、低成長経済へ移行すると、法人企業部門は企業投資率の大幅低下により、資金不足は縮少し、反面公共部門の資金不足は拡大することになった。資金循環表における公共部門と法人企業部門の資金不足の対G N P比率は、公共部門は昭和48年以前の1～4%から、50年以降の6～10%へ上昇し、法人企業部門は逆に6～10%から0～5%へ下落している。

こうしたマネー・フロー構造の変化はこれまでの金融システムの特徴を変化せしめ、金融の自由化への契機を創出していくことになった。

④ 国債の大量発行

マネー・フロー構造の変化の結果、公共債、特に国債の大量発行が昭和50年度から始まった。わが国では高度成長期以来、長期国債や地方債は、金融機関によるシンジケート団引受けという形で流通市場の実勢以下の低金利で発行されてきた。高度成長期においては、発行額そのものが少なかったことや、国債については、発行後1年を経過する国債については日本銀行が成長通貨供給に伴う買オペレーションの対象として資本損失が発生しない価格で買い上げていたため、人為的低金利政策の下での国債の発行が、実際に金融機関の資金繰りを悪化せしめるということとはなかった。しかし、昭和50年度から始まった国債の大量発行は金融機関の資金繰りを圧迫するようになってきている。この原因は、まず第一に発行額が飛躍的に拡大したこと、また低成長への移行により成長通貨供給のための買オペ額が大幅に縮少していることである。この結果、大量の国債が金融機関の手元に累積し資金繰りを圧迫する一方、低金利で発行されているため、常に、売却損が発生し採算を悪化せしめることになった。こうした状況の下で、シンジケート団加盟金融機関の側から、発行金利を市場の需給関係を反映した実勢に見合ったものにすること（金利規制の撤廃）、発行額の縮少また銀行の証券業務への参入（金融機関の分野規制の緩和）等の要請が強まっている。

⑨ 企業の「オーバー・ボロウイング」の後退

マネー・フロー構造の変化の結果、法人企業部門の所要資金に占める内部資金の比重上昇と、外部資金、特に借入依存度の低下が生じた。第2表の「オーバー・ボロウイング」の推移をみると、昭和43年～47年平均で内部資金と外部資金の比率は44.7対55.3で、この外部資金のうち90.5%が借入金であったのが、昭和53年～55年平均では内部資金と外部資金の割合は70.4対29.6と逆転し、しかも外部資金に占める借入の割合も75%と低下している。このように、高度成長期の金融システムの特徴の一つであった「オーバー・ボロウイング」は明らかに後退しつつあるが、これはまた金融政策の有効性維持という観点から金利の自由化を促す契機となってきている。

高度成長期においては、企業は「オーバー・ボロウイング」の状態にあり、また手元流動性が低くしかもほとんどが預金という形態をとっていたため、日本銀行は金融政策手段により銀行貸出の量的コントロールを行うことにより、企業の投資活動、ひいては景気や物価に重大な影響を及ぼしえた。しかし、低成長期に入って、企業の借入が調達資金の2割程度に落ちこんでしまうと、銀行貸出を量的にコントロールしても企業投資に対し有効な効果が得られない場合が生じてくる。企業、特に大企業は豊富な自己資金を有し、高収益の金融資産に運用しており、資金が必要となった場合、それを取崩したり、多様化した資金調達ルートを通じて容易に投資資金を調達できる。こうした企業の投資活動に影響を与えるには、多種多様な金利を伸縮的に変動させ、そのコスト効果を通じ

- (11) 大企業の資金調達ルートの比重を、昭和45年～49年平均と、昭和56年～58年平均と比較すると、円建借入が82.5%から47.7%に低下した反面、海外からのインパクト・ローンの導入は1.4%から13.2%に、増資は10.1%から25.0%へ、起債は6.0%から14.1%に増加している。また、海外での起債の伸びが著しい。このように、大企業の資金調達ルートの多様化が顕著である。

また、大企業の資金運用についてみると、現・預金での運用が61.2%から51.1%に低下しているが、預金でもCDや外貨預金の比重が高い。自由金利商品、株式、外貨での運用が大幅に伸びている反面、規制金利商品での運用は63.0%から9.4%にまで低下し、大企業の金利選好の強まりがわかる。(数字は日銀「調査月報」による。)

て投資に影響を及ぼさなくてはならない。つまり、金融政策の有効性を今後とも維持していくためにも、金利規制の撤廃が必要となってきたといえよう。

㊦ 間接金融優位の後退

家計部門や法人企業部門の金利選好の高まりによる規制金利商品（預金）から自由金利商品へのシフトや、企業の借入依存度の低下により、間接金融のウェイトが次第に低下する傾向が生じてきた。貸手から最終的借手への資金循環経路における民間金融仲介機関の占めるシェアは、第1表に示したように、昭和40年では78.6%であったのが昭和58年では54.5%にまで低下している。特に、預金銀行のシェアは63.2%から41.6%と20%以上も低下している。このように高度成長期の金融システムの特徴の一つであった銀行中心の間接金融の優位もまた後退している。

こうした銀行の地盤沈下の原因は、株式、債券、投資信託等の証券市場への資金シフトと、郵便貯金への資金シフトである。従って、銀行経営安定のためにも、資金シフトを防ぐような金利規制（預金金利規制）の撤廃や業務分野規制の見直し要請が銀行の内部から出てきている。高度成長期において、金利規制、垣根規制、非国際化という3つの規制の中で安定した経営を行ってきた銀行が、低成長下におけるマネー・フロー構造の変化の中で、自ら自由化を推進しなければならなくなってきたといえよう。

また、地盤沈下の今一の原因である企業の借入依存度の低下に直面した銀行（特に都市銀行、長期信用銀行、信託銀行）は優良貸出先を求めて海外への進出を強化しはじめており、金融機関の国際化が進んでいる。

㊧ その他（各経済主体の金利選好の高まり、金融の技術革新の進行）

企業のみならず、家計においても金利選好が高まってきている。低成長期に入り、所得の伸びは鈍化したものの、高度成長期からの金融資産の蓄積は一応の水準に達すると、人々は金利、特に実質金利の動向に敏感に反応するようになった。今後、所得分配の公正のためにも金利自由化の要請は強まると考えられる。

金融業のコンピューター化は他の産業と同様に急速に進展している。例え

ば、アメリカでは、すでにVANを利用して、複数の銀行にまたがる多くの口座を同時に把握できる Multi Bank Report と呼ばれる資金管理システムが導入されている。また、日本でも資金集中管理サービスや決済性預金が一定残高以上になると、自動的に高利回り勘定に振り替えるスイング・サービスも導入されている。

このような、金融技術の革新は金融取引に要するコストと時間を低下させるだけでなく、金融機関間あるいは金融商品間の裁定取引を活発化し、今後ますます金利の自由化を迫る要因となるであろう。

以上のように、日本経済の歴史的転換をもたらす契機となった2つの要因（変動相場別への移行と第1次オイル・ショック）は高度成長期の金融システムを作り上げてきた3つの規制（金利規制、分野規制、内外市場の分断規制）の存続をもはや許さない状況をもたらしたといえよう。

5. 結 び

ここまでわが国の金融の自由化の背景を中心に述べてきたわけであるが、最後に、金融自由化の進め方⁽¹²⁾について若干言及してみよう。

金融の自由化は、金融の効率化を促進し、資源の適正配分をもたらすためにも今後とも進展させねばならないが、自由化の急激な進展は一国の信用秩序を混乱せしめ国民経済全般に悪影響を及ぼす恐れもないとはいえない。また、金融の自由化は伴う競争の激化から、中小企業金融、地域金融、農林漁業金融等の円滑な疎通が阻害される可能性もある。従って、金融の自由化への取り組み方としては、これまでの金融制度、慣行を検討しつつ漸進的に行なう必要があるだろう。

なお、金融の自由化にかかわる諸問題については、今後順次論及することとしたい。

(12) 昭和59年5月に大蔵省は「金融の自由化および円の国際化についての現状と展望」と題する報告書を出している。